

藏药龙头业绩稳定增长，关注外延发展预期

——奇正藏药（002287）2015年年报及2016年一季报点评

核心观点：

1、事件

奇正藏药发布2015年年报，实现营业收入9.94亿，同比增长4.70%；实现归属母公司净利润2.65亿，同比增长11.53%；实现扣非后净利润2.26亿，同比增长17.83%；实现EPS0.65。

公司发布2016年一季报，公司实现营业收入1.91亿，同比增长8.05%；实现归属母公司净利润6499.2万，同比增长17.03%；实现扣非后净利润6590.2万，同比增长26%；公司预计2016年1-6月实现净利润1.52亿元-1.98亿元，同比增长0.00%-30.00%。

2、我们的分析与判断

（一）业绩稳定增长，基本符合预期

公司2015年业绩增速基本符合预期，利润增速高于收入增速，主要原因是药材业务的拖累，收入下滑49%所致。公司2016年一季报收入端和利润端相比于2015年均有所提速，扣非后净利润端增速（26%）高于净利润端（17%），主要是因为非经常损益的影响。

公司是国内最大的藏药生产企业，主打外用镇痛药产品线。2015年全年公司药品业务实现销售收入9.22亿元，同比增长13.70%。大医院市场增长6%，基层医疗市场增长22%，零售市场增长33%。公司采取大医院、基层、零售三轮驱动战略，在医院控费压力较大的条件下，公司基层、零售快速放量，整体销售结构在行业大背景下更趋合理。拆分来看，公司贴膏剂实现业务收入7.91亿，同比增长12.12%，其中消痛贴膏约占7.11亿；软膏剂实现业务收入1.11亿，同比增长19.80%。公司核心产品消痛贴膏为独家品种，进入2012版基药目录及25省医保目录，并在全国重点城市医院市场和零售市场均保持市场占有率第一的优势，未来有望在基层医院进一步推广，并借助其基药优势完善全国销售网络，实现渠道下沉。二线品种白脉软膏、青鹏软膏维持较高增速，与消痛贴膏形成核心镇痛产品线，产品之间协同作用较强。随着止痛药市场扩容，未来公司增长潜力较大。药材业务方面，公司加快了药材业务剥离评估和药材加工转型进程，销售收入由1.37亿元降至7006.79万元，虽营业收入骤减48.71%，但并未对盈利造成影响，随着业务转型的完成，公司将进一步提高综合毛利率。

奇正藏药（002287）

推荐 首次覆盖

分析师

李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130513090001

张金洋

✉: (8610) 83574546
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130516040001

市场数据	时间	2016.05.04
A股收盘价(元)		39.48
A股一年内最高价(元)		55.88
A股一年内最低价(元)		23.00
上证指数		2991.27
市净率		9.57
总股本(万股)		4.06
实际流通A股(万股)		4.06
流通A股市值(亿元)		160

(二) 藏药龙头全面发力, 未来可期

(1) 三轮驱动市场, 精耕细作出效益

2015 年是公司三年战略开局之年, 公司紧紧围绕“一轴两翼一支撑”战略致力于消痛贴膏等止痛产品的进一步推广以及神经康复、妇科止痛新产品的市场开发。公司借助基药契机, 坚持以学术营销、品牌营销以及精细化销售管理模式驱动大医院市场、基层医疗市场、零售市场, 实现了做深、做广、做大的经营目标, 扎实推动了药品渠道下沉与覆盖。在对本年营业收入增长的贡献中, 大医院市场增长 6%, 基层医疗市场增长 22%, 零售市场增长 33%, 在行业变革大背景新趋势下, 公司销售结构渐趋合理。此外, 公司积极开展“互联网+”业务, 着力于打造现代藏药第一网络品牌, 于 2015 年 10 月建成“奇正止痛家族”消痛品牌官网, 并通过官微、官博等举办消费者教育活动, 增加与消费者的沟通, 提高了服务附加值及奇正品牌的认知度、美誉度和忠诚度, 从而带动销售, 进一步推动产品的市场渗透。

随着人口老龄化进程加快、医保体系不断健全以及人民群众健康意识的日益提升, 止痛产品市场自身规模将必然扩大, 同时三轮驱动持续渗透原有及新增市场, 强力推动销售有望进入新一轮高速增长时期。

(2) 设立并购基金, 资本撬动增长潜力

公司作为藏药龙头企业, 在技术、市场、规模等占据全方位领先地位。2015 年是医药行业政策大年, 日渐严格医药监管规则将行业重新洗牌, 优胜劣汰。这对龙头企业来说是巨大的机遇, 产业集中度的不断提高使公司面临较多并购机会, 公司管理层及时把握机遇, 于 2015 年 10 月完成了规模 10 亿元的并购基金的设立, 并成功引入了国有独资的西藏投资为有限合伙人, 此举必将助力公司的外延并购业务顺利开展。我们预计, 未来公司可通过并购拥有特色优势产品的藏药、中药企业来实现外源式扩张, 迎来公司发展的黄金期。

(3) 壮士断腕, 自有柳暗花明

受外部环境因素影响, 药材业务业绩持续下滑, 报告期内营业收入同比减少 48.71%, 故公司加快了药材业务剥离的评估步伐和药材业务转型进程, 从单纯的药材贸易逐步转化为药材深加工, 以提高产品附加值, 进一步提升业务盈利性。同时公司注重塑造品牌效应, 逐步开发品牌枸杞、品牌饮片等稳定毛利率支撑的稳定产品。公司 2016 年 1 月发布公告, 为减少亏损业务对公司整体经营业绩的影响, 集中资源聚焦核心药品业务, 进一步提高公司盈利能力, 公司拟整体剥离药材业务, 并出售给母公司奇正集团。剥离营业收入逐年下降且毛利率远远低于其它产品的药材业务, 有利于公司长期的盈利能力提升。

3、盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.75、0.86、0.98 元, 以 5 月 4 日收盘价 39.48 元/股计算, 对应 PE 分别为 53、46、40 倍。短期来看, 公司一线品种消痛贴膏有望迅速覆盖基药市场, 二线品种青鹏软膏及白脉软膏持续发力, 通过大医院、基药、零售三驱动实现业绩高速增长。长期来看, 公司大力推进产品研发和品牌建设, 丰富产品线, 积极寻找外延投资机会, 未来发展值得期待。首次给予“推荐”评级。

4、风险提示

以消痛贴膏为核心的止痛药物市场渗透不达预期，新产品研发推广效果不佳，中药材价格波动等。

主要财务指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	950.11	994.73	1131.09	1293.81	1482.41
营业收入增长率	-2.00%	4.70%	13.71%	14.39%	14.58%
净利润 (百万元)	237.53	264.91	303.26	348.63	399.00
净利润增长率	11.32%	11.53%	14.48%	14.96%	14.45%
EPS (元)	0.59	0.65	0.75	0.86	0.98
P/E	67	61	53	46	40
P/B	10.7	9.9	9.2	8.5	7.9
EV/EBITDA	51.75	49.20	38.10	34.00	30.01

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	120	180	206	231	390	营业收入	950	995	1131	1294	1482
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	250	201	229	261	300
应收账款	571	658	571	834	776	营业税金及附加	13	16	18	21	24
预付款项	23	12	32	18	39	销售费用	353	410	445	508	583
其他应收款	11	5	13	8	16	管理费用	98	117	102	116	133
存货	88	57	100	80	126	财务费用	-4	-4	-1	-5	-7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	5	5	5	5
固定资产净额	252	292	294	241	187	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	40	55	0	0	0	投资收益	2	24	0	0	0
无形资产净值	85	85	75	65	55	营业利润	233	273	334	386	445
递延所得税资产	18	6	6	6	6	营业外净收入	53	18	18	18	18
资产总计	1624	1892	1836	2022	2134	税前利润	286	291	352	405	463
短期借款	0	130	0	0	0	所得税	51	30	53	61	69
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	12%	11%	14%	15%	14%
应付账款	19	35	-17	37	-15	归属母公司净利润	238	1	1	1	2
预收款项	6	4	11	6	13	少数股东损益	-2	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.585	0.652	0.747	0.859	0.983
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.585	0.652	0.747	0.859	0.983
其他应付款	51	73	73	73	73	指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	-2%	5%	14%	14%	15%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	11%	12%	14%	15%	14%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	14%	2%	22%	14%	14%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	76	241	66	116	72	毛利率	74%	80%	80%	80%	80%
所有者权益合计	1,550	1,651	1,770	1,907	2,063	净利润率	25%	26%	26%	27%	27%
现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EBITDA/营业收入	32%	32%	36%	35%	35%
净利润	235	261	299	344	394	ROE (摊薄)	16%	16%	17%	19%	20%
折旧与摊销		33	319	212	375	ROIC	20%	17%	21%	24%	26%
经营活动现金流	311	258	319	212	375	估值指标					
投资活动现金流	-418	-161	16	16	16	P/E	67.48	60.51	52.85	45.98	40.17
融资活动现金流	-134	-79	-309	-202	-230	P/S	16.87	16.11	14.17	12.39	10.81
净现金流	-241	18	25	25	160	P/B	10.66	9.95	9.24	8.55	7.87
期初现金余额		284	180	206	231	EV/EBITDA	51.75	49.20	38.10	34.00	30.01
期末现金余额		180	206	231	390	股息收益率	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，张金洋，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn